

Was kann die Wirtschaftswissenschaft für die Unternehmensbewertung (nicht) leisten?

Von Prof. Dr. Dr. Andreas Löffler

Der vorliegende Beitrag widmet sich der Frage, was ökonomische Theorien für die Unternehmensbewertung leisten können. Es wird die Frage diskutiert, ob man mit wirtschaftswissenschaftlichen Methoden immer zu einem präzisen Unternehmenswert gelangen kann und wie man mit der Tatsache umgehen muss, dass oft einander konkurrierende Theorien koexistieren. Es wird gezeigt, dass Pauschalierungen keine Lösung für die vorliegenden Probleme bieten, aber Typisierungen geeignet sein können, die Schwierigkeiten zu überwinden.

1. Einführung

Unternehmensbewertung ist für Wissenschaft und Praxis ein nach wie vor spannendes Thema. Gerade in der letzten Zeit hat es eine Reihe von Gerichtsentscheidungen zu Bewertungsurteilen in so genannten Squeeze-Outs gegeben, die Aufmerksamkeit erregten. Insbesondere standen Fragen der Realitätsnähe und Anwendbarkeit verschiedener ökonomischer Theorien im Vordergrund.¹ Der vorliegende Aufsatz will sich mit diesem Thema auseinandersetzen und das Verhältnis von ökonomischen Theorien zur wirtschaftlichen Praxis näher beleuchten.

Die Wirtschaftswissenschaft ist eine sehr junge Disziplin. Die ersten großen theoretischen Werke stammen aus dem 18. Jahrhundert, von einer umfangreichen universitären Forschung kann man etwa seit Mitte des 20. Jahrhunderts sprechen.² Viele Methoden und Konzepte, die man in anderen Wissenschaften (insbesondere den Naturwissenschaften) seit Jahrzehnten oder gar Jahrhunderten diskutiert, sind in der Wirtschaftswissenschaft noch im Fluss oder nicht breit akzeptiert. Neben der „Jugendlichkeit“ der ökonomischen Wissenschaft spielt aber noch ein wei-

terer Aspekt eine Rolle, der in ihren Anwendungen wie der Unternehmensbewertung Beachtung finden muss.

2. Experimente und ökonomische Wissenschaft

Naturwissenschaften wie die Physik oder die Chemie operieren mit Experimenten, die bei gleicher Ausgangslage immer das gleiche Ergebnis hervorbringen müssen. Es spielt keine Rolle, wo oder wer das Experiment durchführt: wird die Geschwindigkeit des Lichtes beispielsweise im Vakuum gemessen, so werden sich immer 300 000 km/s ergeben. Derartige Experimente gibt es in der ökonomischen Wissenschaft erst seit sehr kurzer Zeit und auch nur in geringem Umfang.³ So könnte man beispielsweise die Einführung des Euro in der EU oder die Währungsunion 1990 in Deutschland als ein Experiment bezeichnen – aber niemand wäre in der Lage, diese Experimente zu wiederholen. Ein Charakteristikum der Wirtschaftswissenschaft ist gerade die Tatsache, dass sich viele ihrer Untersuchungsgegenstände in einer Umgebung befinden, in der man nicht die Möglichkeit hat, die Situation noch einmal unter geänderten, eventuell sogar kontrollierten Bedingungen nachzugestalten.

Diese Ausgangssituation vor Augen muss klar sein, dass in der Wirtschaftswissenschaft – und damit auch in der Unternehmensbewertung – kein Wis-



Prof. Dr. Dr. Andreas Löffler

Lehrstuhl Banken und Finanzierung,
Friedrich-Alexander-Universität
Erlangen-Nürnberg.
E-Mail AL@wacc.de.

¹ Man denke beispielsweise an die Entscheidung des BayObLG im *Pilkington*-Fall, in dem die Anwendung des CAPM kritisch kommentiert wurde.

² Einen wesentlichen Anteil an der Etablierung der ökonomischen Wissenschaft als Wissenschaft hatte das Lehrbuch von *Samuelson*, *Economics: An introductory analysis*, New York 1948. Siehe dazu auch *Play it again*, Samuelson, *Economist* vom August 1997.

³ Der Nobelpreisträger *Reinhard Selten* (Bonn) hat sehr wesentliche Beiträge zur experimentellen Wirtschaftsforschung geleistet.

senschaftler eine ähnliche Eruption auslösen wird wie 1881 *Albert M. Michelson* mit seinem (eigentlich gescheiterten) Experiment zum Nachweis des Äthers, das unmittelbarer Auslöser der Relativitätstheorie Einsteins war. Vielmehr sind Experimente in der ökonomischen Wissenschaft derzeit nur sehr begrenzt einsetzbar. So versucht man beispielsweise, die Ergebnisse spieltheoretischer Modelle in Experimenten nachzuprüfen, ebenso hat man das individuelle Nutzenverhalten einzelner Investoren experimentell untersucht.⁴ Individuelles Verhalten lässt sich am ehesten in einer Laborsituation kontrollieren. In einem größeren, besonders makroökonomischen Rahmen dagegen sind Experimente (noch) nicht oder nicht unter kontrollierten Bedingungen denkbar: Die erwähnte Einführung des Euro ist nur eines von vielen Beispielen. Hier beispielsweise aus einem einzigen Experiment einen weitreichenden Schluss zum Versagen einer ganzen ökonomischen Theorie herzuleiten, wäre gänzlich verfehlt. Wenn mathematische Präzision nicht möglich ist, dann wird ein einziges Gegenbeispiel einer Theorie diese nie zu Fall bringen können. Das CAPM beispielsweise wird man also nicht mit nur einer empirischen Untersuchung für ungültig erklären können.

Dies hat insbesondere zur Folge, dass eine „mathematische Präzision“ in den Wirtschaftswissenschaften (derzeit) keine Basis hat. Wer ein Experiment nicht mehrfach mit gleichem Ergebnis wiederholen kann, darf nicht erwarten, dass beispielsweise Unternehmenswerte auf Cent-Beträge genau ermittelt werden können. Wer Kapitalkosten nur aus vagen Schätzungen bestimmen kann und daraus Bewertungen ableitet, die angeblich bis auf zwei Nachkommastellen exakt sind, täuscht hier eine Genauigkeit vor, die aus einer mathematischen Fingerübung, nicht aber einer ökonomischen Theorie ableitbar ist. Alle Ergebnisse einer Unternehmensbewertung sind unvermeidbar etwas ungenau oder unpräzise, weil die Datenbasis selbst ungenau oder unpräzise ist. Die in der Unternehmensbewertung immer wieder aufzufindende mathematische

⁴ Siehe beispielsweise (neben vielen anderen) *Fehr/Gaechter*, Journal of Economic Perspectives 2000, S. 159–181.

Präzision ist in erster Linie ein Ergebnis mathematischer Prozeduren und der ökonomischen Wissenschaft nicht inhärent. Wir wollen im Folgenden von einer *Ungewissheit* in der Unternehmensbewertung sprechen, die von der *Unsicherheit* in der Unternehmensbewertung zu unterscheiden ist: Die Ungewissheit betrifft unser Unvermögen, ökonomische Größen exakt und präzise zu erfassen; die Ungenauigkeit betrifft dagegen ganz konkrete Größen wie Cashflows, Unternehmenswerte oder Kapitalkosten. Auf diesen Punkt ist noch zurückzukommen.

Eine solche Ungewissheit hat zur Folge, dass in der Wirtschaftswissenschaft für ein Phänomen oder für eine Fragestellung typischerweise nicht nur eine, sondern mehrere, nicht selten einander ausschließende Theorien nebeneinander existieren. Dies erscheint paradox, aber die Wirtschaftswissenschaft ist voll von solchen Paradoxien.⁵ In der Literatur zur Unternehmensbewertung dominiert sicherlich das Capital Asset Pricing Model (CAPM), das inzwischen in jedem Finanzierungslehrbuch zu finden ist. Aber ebenso können Kapitalkosten in einer Welt des allgemeinen Gleichgewichts bestimmt werden (Time State Preference Model⁶). Neben dem Kapitalwertverfahren gibt es einen rein subjektiven Zugang mit der Sicherheitsäquivalenzmethode⁷, zudem Verfahren der Realoptionen und Multiples⁸ – und alle diese Verfahren führen keinesfalls immer zum gleichen Unternehmens-

⁵ So wurde *Maurice Allais* 1988 mit dem Nobelpreis u. a. für seine Arbeiten zum Verstoß gegen das Unabhängigkeitsaxiom ausgezeichnet. Sein Experiment, das die Existenz von individuellen Nutzenfunktionen widerlegt, existiert scheinbar konfliktfrei neben der immer weiter ausgebauten Theorie individueller Nutzenfunktionen. Während experimentelle Ökonomen neue Effekte einer „beschränkten Rationalität“ auf- und entdecken, folgen viele Finanzmarkttheoretiker bis heute der neoklassischen Theorie, die auf vollständiger Rationalität aufbaut. Die Liste solcher Beispiele ließe sich fortsetzen.

⁶ Siehe beispielsweise *Kruschwitz*, Finanzierung und Investition, 4. Aufl., München 2004, Kap. 6.

⁷ Siehe beispielsweise *Ballwieser*, BFuP 1981, S. 97–114.

⁸ Siehe beispielsweise *Richter/Herrmann*, sbr 2003, S. 194–217.

wert.⁹ Diese exemplarisch gewählten Theorien sollen kurz charakterisiert werden.

3. Mehrere Theorien in den Wirtschaftswissenschaften

Das CAPM beruht auf Arbeiten von *Jack Treynor*, *William Sharpe*, *John Lintner* und *Jan Mossin* aus den 1960er Jahren. Es formuliert einen Marktzusammenhang („Gleichgewicht“) und leitet daraus ein intuitives Ergebnis – die so genannte Wertpapiermarktlinie – ab, dessen Hauptaussage in der Trennung von (bewertungsrelevantem) systematischem Risiko und (bewertungsirrelevantem) unsystematischem Risiko besteht. Diese Wertpapiermarktlinie ist empirisch sehr gut abbildbar und wurde daher in der Vergangenheit oft empirisch überprüft. Die Resultate sind nur teilweise überzeugend, aber aufgrund mangelnder Alternativen kann man davon sprechen, dass das CAPM ein breit akzeptiertes theoretisches Fundament darstellt und auch in der Unternehmensbewertung seinen Siegeszug angetreten hat. In den letzten Jahren wurden Erweiterungen formuliert, die Besonderheiten des deutschen Steuersystems berücksichtigen. Ein gravierender Nachteil des CAPM besteht darin, dass es streng genommen ein Einperioden-Modell darstellt¹⁰ (eine für die Unternehmensbewertung problematische Annahme) und ein sehr spezielles Verhalten der Investoren (so genannte μ - σ -Nutzenfunktionen) postuliert. Diese spezielle Verhaltensannahme würde beispielsweise implizieren, dass jeder Investor Anteile des gesamten verfügbaren Weltportfolios halten müsste – eine Aussage, die selbst bei institutionellen Investoren in der Vergangenheit empirisch widerlegt werden konnte.

Das Time State Preference Model (TSPM) geht von der wirklichkeitsnäheren Voraussetzung einer Mehrperioden-Welt aus und bewegt sich ebenfalls in einem Marktzusammenhang. Leider

⁹ Siehe hierzu u. a. *Kruschwitz/Löffler*, DCF, Chichester 2005; *Ballwieser*, Unternehmensbewertung, Stuttgart 2004; *Schwetzler*, zfbf 2002, S. 469–486; *Richter/Timmreck* (Hrsg.), Unternehmensbewertung, Stuttgart 2004.

¹⁰ Zwar existieren Erweiterungen auf mehrere Perioden von *Merton* und *Fama*, aber diese Modelle werden als zu restriktiv angesehen.

sind aber Aussagen zur Höhe von Risikoprämien an Aussagen über spezifisches Investorverhalten gebunden, die nicht ohne weiteres empirisch abgebildet werden können. Vereinfacht man das Modell grundlegend, so stellen sich Widersprüche mit realen Daten ein: Man spricht hier vom „equity premium puzzle“.¹¹

Ein dritter Weg zur Unternehmensbewertung arbeitet mit Nutzenfunktionen. Eine typische Bewertungssituation findet in einem Marktzusammenhang statt, oft jedoch hat man es mit einem Unternehmen zu tun, das nicht oder noch nicht an einem Markt gehandelt wird. In einem solchen Fall muss streng genommen berücksichtigt werden, dass der Bewerter (etwa ein Investor) die Situation sehr subjektiv einschätzen wird. Diese subjektive Komponente wird sowohl beim CAPM als auch beim TSPM schlichtweg ignoriert, nur der nutzentheoretische Zugang ist in der Lage, diesen Zusammenhang deutlich zu machen. Leider gibt es aber hier auch enorme Probleme: Zum einen sind Nutzenfunktionen selbst theoretisch umstritten („Allais-Paradox“), zum anderen sind individuelle Nutzenfunktionen bis heute nur sehr vage oder gar nicht bestimmbar. Insbesondere dann, wenn die Nutzenfunktionen nicht von Einzelpersonen, sondern von ganzen Gruppen ermittelt werden müssten, wirft dies gravierende Probleme auf.¹²

Zuletzt bietet sich die Möglichkeit, eine Bewertung von Unternehmen aufgrund von Multiples vorzunehmen. Hierbei handelt es sich um ein empirisch gestütztes Verfahren.¹³ Statt Annahmen und Definitionen werden intuitive Zusammenhänge postuliert und mit entsprechendem Datenmaterial getestet. Damit allerdings verfügt die Multiplikatorenmethode über kein festes theoretisches, sondern eher über ein empirisches Fundament. Auch ist das Ergebnis stark von der Wahl des dazugehörigen Multiplikators abhängig. Die theoretische Forschung befindet sich

zumindest in diesem Teilgebiet der Unternehmensbewertung noch sehr am Anfang.¹⁴

Es entsteht die Frage, welcher ökonomischen Theorie man sich bei der Suche nach einer Antwort beispielsweise nach einem „fairen“ Unternehmenswert anschließen sollte. Gemessen an dem vorhandenen Theoriereichtum dürfte eine solche Situation der Alptraum eines jeden sein, der (sei es von Amts wegen oder sei es durch einen Klienten beauftragt) gezwungen ist, Aussagen zu „dem“ Unternehmenswert zu treffen. Wenn verschiedene Theorien nebeneinander existieren und auch noch verschiedene Ergebnisse liefern, welcher soll dann gefolgt werden? Worum soll man sich orientieren, wenn doch scheinbar jeder „seinen“ Unternehmenswert durch geeignete Annahmen und darauf aufbauende Theorien „stützen“ kann? Kann hier überhaupt noch von einer wissenschaftlichen Begründung die Rede sein oder handelt es sich nicht eher um eine scheinbare Fundierung tatsächlicher Beliebigkeit?

4. Mehrheit als Bezugspunkt

Es bleibt an dieser Stelle keine andere Möglichkeit, als sich vom naturwissenschaftlichen Verständnis der Ökonomie abzuwenden und sich in seinen Entscheidungen auf die „breite Mehrheit der Ökonomen“ zu verlassen. Wer diese „breite Mehrheit“ darstellt und wie man sich an ihr orientieren kann, soll nun näher beleuchtet werden. Dazu soll zuerst geklärt werden, welche Anforderungen Ökonomen selbst an ihre Theorien stellen.¹⁵

Wirtschaftswissenschaftler formulieren ihre Theorien in Form von Annahmen und Definitionen, aus denen Aussagen abgeleitet werden. In der Unternehmensbewertung beispielsweise stellen die Gleichungen der DCF-Verfahren (wie die APV- oder WACC-Formel) solche Aussagen dar, Annahmen betreffen die Struktur des Steuersystems und die Finanzierungspolitik des zu bewertenden Unternehmens.

Definitionen einer Theorie können weder wahr noch falsch sein. Definitionen entziehen sich einem Wahrheitsgehalt, weil sie Begrifflichkeiten beschreiben – sie sind nur zweckmäßig oder unzweckmäßig. So wäre es beispielsweise unzweckmäßig, Kapitalkosten als Opportunitätskosten zu definieren, weil der Begriff der Opportunitätskosten zwar plausibel, aber nicht operationalisierbar ist. Definiert man dagegen Kapitalkosten als erwartete Renditen, so ist dies zweckmäßig – denn so können erwartete Renditen empirisch leicht bestimmt werden, auch ist die Formulierung (Beweis) von Bewertungsgleichungen möglich.

Die Annahmen einer Theorie müssen sparsam formuliert sein, damit eine Theorie möglichst umfassend angewandt werden kann. Auch ist oft davon die Rede, dass die Annahmen realitätsnah zu formulieren sind, wobei dies insbesondere für die Ergebnisse, die Aussagen der Theorie gelten muss.¹⁶ Und nicht zuletzt müssen Beweise einer Aussage oder eines Satzes formal fehlerfrei sein – dies kennzeichnet gerade die wissenschaftliche Diskussion.

Gemessen an diesen Kriterien ist das Capital Asset Pricing Model bis heute den anderen Modellen zur Bestimmung von Kapitalkosten hinreichend überlegen: Das CAPM hat eine akzeptable theoretische Basis, die auf einem Marktzusammenhang aufbaut, als Gleichgewichtsmodell werden nicht nur individuelle, sondern auch gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge berücksichtigt. Es formuliert die wesentlichen Zusammenhänge in Aussagen, die empirisch überprüft werden können und auch überprüft wurden.¹⁷ Die bis heute erzielten Ergebnisse sind nicht perfekt, aber akzeptabel. Von daher wird das CAPM von der breiten Mehrheit der Ökonomen als Bewertungsmodell akzeptiert, wenngleich *Fama* und *French* 1996 in einer Überschrift einer Veröffentlichung die Erkenntnisse ihrer wissenschaftlichen Arbeiten wie folgt zu-

11 Siehe z. B. *Mehra/Prescott*, Journal of Monetary Economics 1985, S. 145–161.

12 Siehe dazu *Arrows* Unmöglichkeitstheorem zur Aggregation von Präferenzen: *Arrow*, Social Choice and Individual Values, New York 1951.

13 Siehe dazu *Dittmann/Maug*, Biases and Error Measures – How to Compare Valuation Methods (www.ssrn.com).

14 Die Professoren *Frank Richter* (Ulm) und *Bernhard Schwetzler* (Leipzig) haben hierzu einige Beiträge geleistet.

15 Siehe dazu beispielsweise *Friedman*, Essays In Positive Economics, Chicago 1966, S. 3–16, 30–43.

16 *Friedman* schreibt hier aber: „A theory or its ‘assumptions’ cannot possibly be thoroughly ‘realistic’ in the immediate descriptive sense so often assigned, to this term“.

17 Allerdings waren die Versuche, das CAPM empirisch zu überprüfen, selbst Gegenstand ökonomischer Kritik: *Roll*, Journal of Financial Economics 1979, S. 129–176.

sammengefasst haben: „A CAPM is wanted, dead or alive“.

5. Ungewissheit und Risikoabschläge

Unternehmensbewertungen sind mit Ungewissheiten hinsichtlich des gewählten Modells und der verwendeten Parameter verbunden. Diese Ungewissheit ist von der bewertungstypischen Unsicherheit zu unterscheiden. Unter Unsicherheit verstehen wir ein modellimmanentes Problem, dem ein klar definiertes Modellmerkmal entspricht: Um Unsicherheit berücksichtigen zu können, benötigt der Bewerter Informationen über die Anzahl der Zustände, die Cashflows in diesen Zuständen sowie die Eintrittswahrscheinlichkeiten der Zustände – anderenfalls kann man keine Erwartungswerte bilden und nicht diskontieren. Bei der Bewertung übernehmen dann Kapitalkosten die Funktion einer Risikotransformation, die Erwartungswerte der unsicheren Zahlungen werden durch die Diskontierung um einen Abschlag gekürzt. Mit der Bewertungsgleichung werden zukünftige unsichere Zahlungsströme in heutige sichere Werte oder Preise transformiert.

Die bei der Bewertung vorliegende Ungewissheit dagegen rechtfertigt solche Abschläge nicht, weil keine Risikotransformation angegeben werden kann. Der Ungewissheit einer Bewertungssituation wird also nicht durch eine (weitere) Kürzung des Unternehmenswertes angemessen begegnet, vielmehr sind aufgrund der Modellunsicherheiten hier Bandbreiten des berechneten Wertes anzugeben. Statt einer Zahl erhält der Bewerter jetzt ein Intervall, innerhalb dessen sich der faire Unternehmenswert bewegt. Unsicherheit ist von Ungewissheit also dadurch zu unterscheiden, dass im ersten Fall die Bewertung eine Zahl, im zweiten Fall dagegen ein Intervall ergibt. Welcher Wert innerhalb einer Bandbreite dann der „richtige“ Wert ist, kann man typischerweise nicht mehr mit ökonomischen Methoden entscheiden. Hier ist der Ökonom mit seinem Latein am Ende.

6. Vollständige Pauschalierung keine Lösung

Gemessen an den hier dargestellten Schwierigkeiten könnte man versucht sein, auf langwierige theoretische De-

batten zu verzichten und mit Hilfe einer einfachen Pauschalierung den gordischen Knoten der Kapitalkostenbestimmung zu zerschlagen. Warum werden Kapitalkosten nicht einfach mit „plausiblen 2 %“ festgesetzt, wenn die bisher formulierten theoretischen Begründungen doch auf eher losem Boden stehen?¹⁸ Zumindest in juristisch ausgetragenen Bewertungssituationen stellt eine vollständige Pauschalierung eines Risikozuschlages aus folgenden Gründen keinen Ausweg dar:

1. Wer Risikozuschläge greift, kann gleich Unternehmenswerte greifen. Es macht keinen Sinn, eine Komponente eines Unternehmenswertes ad hoc zu bestimmen, um dann andere (mühsam ermittelte) Komponenten in eine Bewertungsgleichung eingehen zu lassen: Die Bewertungsgleichung und die damit verbundene Rechnungen haben dann nur noch eine Alibifunktion. Statt einer vollständigen Pauschalierung der Kapitalkosten sollten Gerichte dann schon direkt Unternehmenswerte pauschalisieren und sich den Auftritt von ökonomischem Sachverstand vor Gericht gänzlich ersparen.
2. Beide vor Gericht stehenden Parteien agieren in einem Marktumfeld, in dem man sich bei Entscheidungen am CAPM orientiert. Wenn nun zwei streitenden Parteien bekannt ist, dass sich die Entscheider im Rahmen der Spruchverfahren nach vorgegebenen, unternehmensunabhängigen Pauschalgrößen richten, werden die Marktteilnehmer strategisch agieren. Steht eine Übernahme an, so werden sich Finanzmarktakteure nur deshalb am Unternehmen beteiligen, weil der Ausgang eines Spruchverfahrens vorhersehbar ist und so Arbitragegewinne realisierbar sind. Es ist offensichtlich, dass dann Pauschalierungen Marktversagen zur Folge haben müssen. Dies kann nicht Sinn gerichtlicher Entscheidungen sein.

7. Typisierung als Ausweg

Auf den ersten Blick scheint die wissenschaftliche Vielfalt in der Unternehmensbewertung zum Stolperstein für die praktische Entscheidung geworden

zu sein. Einen Ausweg aus den divergierenden Auffassungen stellt, zumindest im Rahmen von Gerichtsverfahren, die Typisierung dar.¹⁹ Festgeschrieben werden sollte also im Rahmen einer Typisierung sowohl das verwendete Modell (CAPM) als auch die mit der empirischen Bestimmung verbundenen Prozeduren und Parameter. So könnte man sich beispielsweise bei einer Ermittlung der Betafaktoren auf eine bestimmte Datenbasis (Beispiel: 5-Jahreszeitraum), bestimmte Datengrößen (Beispiel: Monatsrenditen), bestimmte Indizes (Beispiel: MDAX) und eine typisierte Einkommensteuerbelastung (Beispiel: 35 % Einkommensteuer) festlegen. Von dieser Typisierung sollte dann nur abgewichen werden, wenn die Datenbasis die wirtschaftliche Situation des Unternehmens offensichtlich falsch wiedergibt oder verzerrt oder der Datenhorizont die maßgeblichen Verhältnisse nicht erfasst. Eine solche Typisierung würde bedeuten, dass sich Parteien und Gerichte weiter auf einem soliden und halbwegs anerkannten theoretischen Fundament bewegen und dennoch die damit verbundenen Schwierigkeiten so weit als möglich umgehen können. Die bisherige theoretische Forschung hat gezeigt, dass dieser Weg beispielsweise in umstrittenen Detailfragen wie der Einbeziehung der Einkommensteuer in die Bewertung durchaus erfolgreich sein kann.²⁰

¹⁸ Siehe beispielsweise die Begründung des LG Frankfurt (Az.: 3-05 O 153/04).

¹⁹ Zur Typisierung aus der juristischen Literatur grundlegend die Habilitationsschriften von Osterloh, Gesetzesbindung und Typisierungsspielräume bei der Anwendung der Steuergesetze, Baden-Baden 1992, und Müller-Franken, Maßvolles Verhalten, Tübingen 2004.

²⁰ Siehe hierzu Heintzen u. a., Die typisierende Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung des Anteilseigners beim squeeze out, Diskussionspapier Nr. 346 (www.wiwi.uni-hannover.de).